

## PERSPECTIVES

# Gouvernance d'entreprise : maîtriser le changement

Novembre 21, 2019

*Les marchés émergents offrent de nombreuses opportunités d'investissement potentielles, mais certaines carences en matière de gouvernance d'entreprise peuvent poser problème. Au fil des ans, certains pays se sont montrés plus rapides que d'autres pour combler leur déficit de gouvernance. Chetan Sehgal et Andrew Ness de Franklin Templeton Emerging Markets Equity expliquent la gouvernance d'entreprise et comment les marchés émergents s'améliorent dans ce domaine.*

La gouvernance d'entreprise est un terme plus facile à appréhender qu'à définir. C'est un concept très vaste, dont la définition peut varier d'un investisseur à l'autre. Ceci étant dit, la recherche théorique et sectorielle tend à l'appréhender au niveau des pays et des entreprises.<sup>1</sup>

- **Pays** : Les lois, règlements et politiques qui façonnent l'environnement d'investissement jouent en principe un rôle crucial. Les investisseurs s'intéressent à la qualité des institutions publiques d'un marché, que reflète la robustesse de ses droits de propriété, normes d'information et autres caractéristiques, pour déterminer dans quelle mesure ils peuvent confier leur capital au marché. Ces caractéristiques constituent également le cadre institutionnel dans lequel les sociétés exercent leurs activités.
- **Société** : Les freins et contrepoids agissant entre le conseil d'administration, les dirigeants et les actionnaires d'une société sont essentiels. Nous estimons que les systèmes internes qui aident le conseil d'administration à surveiller efficacement la gestion, à inciter les dirigeants à agir dans l'intérêt de tous les actionnaires ou rendent le conseil responsable envers les actionnaires doivent contribuer à une bonne gouvernance.

Nous pensons que, fondamentalement, la gouvernance d'entreprise détermine comment les sociétés peuvent fonctionner dans l'intérêt à long terme de tous les actionnaires. Une étude propose cette définition : « La gouvernance d'entreprise traite de l'ensemble des mécanismes par lesquels les apporteurs de capitaux s'assurent la rentabilité de leur investissement. »<sup>2</sup>

## La quête de l'alpha

Pourquoi la bonne gouvernance d'entreprise est-elle vitale ? Pour commencer, elle fait partie intégrante de la durabilité d'une société. Un système sain de contrôles, d'incitations et de valeurs, reflété par des caractéristiques telles qu'un conseil d'administration composé en majorité de membres indépendants, un programme de rémunération des dirigeants bien conçu et un cadre d'allocation du capital raisonnable, doit permettre d'imposer une discipline aux dirigeants pour piloter l'activité à long terme.

L'impact de la gouvernance sur la valorisation des actions est souvent frappant. Le marché décote en principe les sociétés dont la mauvaise conduite ou les mauvaises politiques sont réputées nuire aux intérêts des investisseurs. L'amélioration de la gouvernance offre à ces sociétés une chance d'être réévaluées.

Globalement, des études attestent largement d'une corrélation entre une meilleure gouvernance et une amélioration de l'accès au financement, un plus faible coût du capital, une meilleure performance d'exploitation et des valorisations plus élevées pour les sociétés.<sup>3</sup>

Pour être clair, il faut préciser que la gouvernance d'entreprise n'est qu'un facteur parmi les nombreux susceptibles d'affecter les perspectives et le cours des actions d'une société. Nous estimons que les investisseurs doivent évaluer la gouvernance d'une société parallèlement aux mesures financières traditionnelles pour avoir une vision globale des rendements et des risques potentiels de l'investissement.

## **Gouvernance dans le contexte des marchés émergents**

La gouvernance d'entreprise dans les marchés émergents est sous les feux de la rampe en raison de leur poids croissant sur la scène financière mondiale. Au cours des 20 dernières années, la part des marchés émergents dans la capitalisation boursière mondiale a plus que doublé,<sup>4</sup> pour atteindre 30,0 % en juin 2019.<sup>5</sup> Leurs normes de gouvernance sont toutefois généralement en retard sur celles des marchés développés, ce qui décourage les investisseurs.

Dans une étude de la World Federation of Exchanges (WFE), les investisseurs interrogés ont indiqué que les questions de gouvernance représentent une difficulté particulière de l'investissement dans les marchés émergents.<sup>6</sup> Certains d'entre eux ont déclaré qu'ils éviteraient d'investir dans une société s'ils sont convaincus de sa mauvaise gouvernance. La concentration de la propriété des sociétés dans les marchés émergents constitue une difficulté spécifique. Une recherche approfondie a établi la prédominance de sociétés contrôlées par des familles et par l'État dans ces économies et le risque impliqué pour les intérêts des actionnaires minoritaires.<sup>7</sup>

En l'absence de garanties adéquates, les actionnaires dominants pourraient plus facilement utiliser les ressources de l'entreprise au service de leurs propres intérêts, aux dépens des actionnaires minoritaires.

Au fil des années, certains marchés émergents se sont montrés plus rapides que d'autres pour combler leur déficit de gouvernance, sous l'action de deux facteurs principaux. Tout d'abord, les signaux d'alarme qui ont suivi les crises économiques et les scandales d'entreprise déclenchés par les défaillances de gouvernance.

La crise financière asiatique de 1997 a été un tournant majeur pour les économies et les sociétés qui avaient emprunté excessivement, en partie en raison d'une gouvernance laxiste. La crise financière mondiale de 2008-2009 a conforté les dangers d'un endettement excessif et d'une surveillance inefficace.

Le deuxième facteur est le désir d'entrer dans les grands indices pour attirer plus de capital. Pour les économies en quête d'inclusion dans des indices, les critères de gouvernance font partie de la gamme des critères à satisfaire. L'accessibilité, l'efficacité et la transparence de leurs marchés financiers, ainsi que la robustesse de leurs systèmes réglementaires, font partie des facteurs évalués par les fournisseurs d'indice. Prenons, par exemple, la décision de FTSE Russell d'ajouter l'Arabie saoudite à son indice de marchés émergents en 2018. Les réformes du marché du pays, ainsi que ses efforts d'amélioration de gouvernance d'entreprise, lui ont permis d'obtenir son ticket d'entrée.<sup>8</sup>

## **Tirer des enseignements de la tourmente : Crise financière asiatique**

D'importants afflux de capital peuvent poser des problèmes pour les pays qui sont mal équipés pour les gérer. Les marchés d'Asie orientale l'ont appris à leur dépens à la fin des années 1990, lorsque leur dépendance excessive aux emprunts à court terme en dollar américain a été une des raisons de la crise financière asiatique. La faiblesse de la gouvernance d'entreprise était l'une des multiples causes interdépendantes de la crise.

Les banques avaient accumulé des expositions à des secteurs en surchauffe et des sociétés lourdement endettées dans un contexte de surveillance du marché inadéquate, de contrôles internes laxistes et de culture du prêt basé sur les relations. Tant que les capitaux circulaient, les marchés semblaient aller bien, en surface. Toutefois, un repli brutal de la liquidité a engendré des faillites et a imposé aux banques des prêts non performants.

La crise financière asiatique a été un puissant catalyseur de réformes de la gouvernance au sein des économies les plus durement touchées. En Corée du Sud, par exemple, plusieurs grands conglomérats familiaux, ou chaebols, se sont écroulés. Les structures de propriété complexes, les prêts et garanties intra-groupe et d'autres mauvaises pratiques avaient permis aux chaebols d'emprunter et d'investir de façon imprudente mais, dans la tourmente de la crise financière asiatique, les chaebols en difficulté ont été contraints de se restructurer. La Corée du Sud a renforcé sa réglementation et sa surveillance financière et pris des mesures pour soutenir la gouvernance au sein des sociétés.

## **Tirer des enseignements de la tourmente : Crise financière mondiale**

Les systèmes bancaires ont de nouveau été mis en difficulté environ dix ans après la crise financière asiatique. Cette fois-ci, la crise était beaucoup plus étendue. L'effondrement du marché du crédit hypothécaire à risque (crise des subprimes) en 2007 a été rapidement suivi par la chute de grands établissements financiers américains et européens qui avaient abusé de l'effet de levier pour investir dans des titres adossés à des hypothèques. Le système financier transfrontalier a été victime d'un vent de panique, ce qui a déclenché une crise de liquidité dans les pays développés et émergents. La crise a été alimentée par de multiples défaillances de gouvernance, notamment une mauvaise gestion du risque par les banques et une surveillance réglementaire inefficace.

La crise financière mondiale a déclenché des réponses politiques radicales, au niveau national et mondial. Par exemple, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui fixe les normes mondiales de réglementation bancaire, a publié les Accords de Bâle III visant à renforcer la résilience du secteur. Ces accords ont relevé à la fois la quantité et la qualité des fonds propres réglementaires des banques et comportaient des exigences de bonne gestion du risque et d'information.

Bien que cette crise n'ait pas débuté dans les ME, elle a créé un élan qui a poussé les responsables politiques de ces économies à remédier aux défauts de gouvernance subsistants.

## **Quels sont les risques ?**

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les cours des actions fluctuent, parfois de manière rapide et spectaculaire, en raison de facteurs affectant certaines entreprises, des industries ou secteurs particuliers ou la conjoncture générale du marché. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Les investissements sur les marchés émergents présentent des risques accrus par rapport aux mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur taille inférieure et à leur liquidité plus limitée.

## ***Mentions légales importantes***

*Ces documents sont fournis uniquement dans l'intérêt général et ne sauraient constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Ils ne constituent pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les entreprises et études de cas présentées ici sont utilisées uniquement à des fins d'illustration ; tout investissement peut ou non être détenu par tout portefeuille conseillé par Franklin Templeton Investments.*

*Les opinions ne sont destinées qu'à fournir un aperçu de la manière dont les titres sont analysés. Les informations fournies ne constituent ni une recommandation ni des conseils individuels en investissement pour tout titre, stratégie ou produit de placement spécifique. Elles n'indiquent pas les intentions de négociation de tout portefeuille géré par Franklin Templeton. Il ne s'agit pas d'une analyse complète des données relatives à un secteur, un titre ou un investissement et elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'investissement. Ce document a pour but de fournir un aperçu du processus de sélection du portefeuille et de recherche. Les exposés de faits proviennent de sources considérées comme fiables, mais leur exhaustivité ou leur exactitude n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. Ces opinions ne peuvent pas être considérées comme un conseil en investissement ni une offre pour tout titre spécifique. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.***

*Les opinions exprimées dans ce document sont celles des gérants et les commentaires, analyses et opinions sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés.*

*Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton (« FT ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FT décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier ou votre interlocuteur de Franklin Templeton Institutional pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.*

*CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.*

1. Sources : Fonds monétaire international, "Gouvernance d'entreprise, protection des investisseurs et stabilité financière dans les pays émergents", Rapport sur la stabilité financière dans le monde : Défis

pour la stabilité dans un contexte de croissance faible et de taux bas, octobre 2016 ; Claessens, S. et Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15 janvier 2012.

2. Source : Shleifer, A. et Vishny, R. W., "A Survey of Corporate Governance," Journal of Finance 52 (2) : 737-783, 1997.

3. Source : Claessens, S. et Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15 janvier, 2012

4. Source : Fonds monétaire international, « The Growing Importance of Financial Spillovers from Emerging Market Economies », Rapport sur la stabilité financière dans le monde : Potent Policies for a Successful Normalization, avril 2016.

5. Source : Bloomberg. Juin 2019.

6. Source : Cleary, S., Alderighi, S. et Boukai, B., Investing in Emerging and Frontier Markets—An Investor Viewpoint, World Federation of Exchanges, janvier 2019.

7. Source : Aguilera, R.V. et Haxhi, I., "Comparative Corporate Governance in Emerging Markets," prochainement dans Oxford Handbook on Management in Emerging Markets, (Eds.) R. Grosse & K. Meyer, 14 mai 2018.

8. Source : Torchia, A. et French, D., "Saudi to join FTSE emerging index from next March, attract billions," Reuters, 29 mars 2018. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée.